

行业点评

金融行业

保险

行业股价走势点评

谨慎推荐

(维持评级)

2009年3月5日

保险股走势点评

✎ 非银行金融业分析师：武建刚

事项概况：

2009年3月4日随着大盘的大幅上涨，中国平安和中国太保分别涨停，涨幅达10.02%，中国人寿涨幅亦达7.94%。

事项评论：

- **维持我们对保险行业增长趋势的判断** 从利源分析来看，虽然利率仍有可能下降，但由于 09 年资本市场有所反弹甚至可能出现反转，因此对于分红险来讲利差有所扩大，万能险新单虽然部分公司可能出现利差损，但是近期债券收益率走出之前的低谷使得这种压力得以缓解，同时，存量保单由于结算利率下调但其账户投资资产利率基本锁定因此利差有所扩大；从保险公司利润表来看，影响保险公司投资收益的主要正面因素为：1、公允价值损失大幅减少，09 年公允价值损益甚至可能会超出此前市场预期 2、可运用资金基数稳步增长。主要负面因素为：1、浮盈释放同比下降 2、降息。其中正面推动因素目前来看明显大于负面因素，因此预计 09 年净利润有所增长。从内含价值来看，由于内含价值预期回报及一年期新业务价值贡献对内含价值的推动作用较大，同时投资回报差异及其市场价值变动项有可能超出此前市场预期，因此 09 年保险公司内含价值变动预计为为正，09 年内含价值同比将实现小幅增长。
- **重申我们对全年行业股价震荡向上走势的看法**，从目前来看全年行业基本面有望超出市场之前预期，建议投资者逢低积极买入 从宏观环境来看，由于经济指标仍然低迷，因此中期股市可能会持续震荡，保险股受大盘的影响可能也会震荡。但对于保险行业来讲，由于预计 09 年全年新增贷款增速较快，且前期央行大量释放流动性，给经济造成较大通胀压力以及政府大量发行国债等一系列预期，我们认为 09 年债券收益率已经走出之前的低谷。同时，据部分媒体报道，之前 4 万亿财政支出预算有可能会进行上调，由此本年财政赤字金额预计将有所增加，从而 09 年新增国债发行量有可能超出此前市场预期，以上因素皆有利于提高保险资金新增债券配置的收益率。且由于以下原因我们认为降息空间预计有所减弱：1、我国目前总体利率水平和美国比较接近。2、经过四次下调银行体系准备金率后，当前银行体系流动性较为充足，且央票到期收益率运行较为平稳，从这个角度来看短期内降息可能性也不大。3、09 年 1 月份银行信贷激增，2 月份信贷增量依然存在超预期可能，1-2 月份信贷的高速增长使得近期降息可能并不大。4、根据前期部分媒体报道，央行副行长易纲在北京表示，对抗通货紧缩威胁是央行短期内最关心的事情。他同时强调，现在流动性已下降到充裕状态，央行维护币值稳定的决心坚定，未来降息空间不大，更不可能实行零利率政策。因此基于以上原因，我们认为央行降息空间预期比之前将会有所减弱，即使利率有所下调，由于之前债券收益率已经反映央行大幅降息预期，因此降息对债券收益率的影响预计不大。

从行业基本面来看，基于我们之前对保险行业的分析，无论从净利润、内含价值还是利源分析，行业

增长的趋势是比较明朗的，且公司披露的保费数据也超出了我们此前的预期，保费增长质量相对 08 年也有所提高，同时整个行业目前也基本没有利空因素困扰，结合上面的判断我们预计行业股价可能呈现震荡向上的趋势，**有鉴于此，我们依然建议投资者逢低继续买进保险股！**

从公司股价来看，当前中国平安 09 年 P/EV 为 1.90 倍，新业务乘数为 10.47 倍；中国太保 P/EV 为 1.67 倍，新业务乘数为 8.83 倍；中国人寿 P/EV 为 2.36 倍，新业务乘数为 21.41 倍，其中平安和太保估值仍处于很低的水平。

表 1：保险板块估值表（截至 2009.3.4）

公司名称	收盘价				P/EV			NBM	
	2009-3-4	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
中国平安	33.17	1.62	2.10	1.90	1.57	11.84	13.19	10.47	6.62
中国太保	14.02	1.48	1.80	1.67	1.44	11.96	9.66	8.83	7.07
中国人寿	21.20	2.37	2.58	2.36	2.06	28.77	25.18	21.41	15.60

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

● 公司估值及评级

维持中国平安“推荐”评级，09 年公司评估价值 41.47 元

在计算其评估价值时我们将公司公布的长期投资收益率假设每年下调 0.4%（比之前投资收益率假设每年上调 0.1%，即 2009 年为 4.7%，以后每年增加 1%，到 2013 年及其以后年份稳定在 5.1%，贴现率为 12%，得出在正常情况下公司评估价值 41.47 元，（考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异，下同），隐含集团 P/EV 2.6 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV2.4 倍，隐含新业务乘数 15.6 倍。

表 2：中国平安估值

	2009	2010
标准化保费	32,233.68	41,031.80
标准化保费增长率	21.95%	27.29%
新业务边际贡献率	34.16%	32.66%
一年新业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	10,173.18	12,452.90
一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	11,011.28	13,401.31
经调整后的净资产价值，单位：百万	88,625.02	114,436.62
有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	26,782.76	52,688.61
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	39,680.23	40,479.21
内含价值	115,407.78	167,125.22
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	159,057.65	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）（单位：百万）	174,710.23	
评估价值 (AV)（单位：百万）	274,465.43	
隐含新业务乘数 (Implied NBM)	15.63	
每股评估价值/每股内含价值 (AV/EV)	2.64	
每股 FNBV (含弹性)	1.39	
每股 FNBV（不含弹性）	1.50	
总股数（单位：百万）	7,345	
每股内含价值 (EVPS, 含弹性)	15.71	
每股内含价值 (EVPS, 不含弹性)	17.47	
每股新业务价值（含弹性）	21.66	
每股新业务价值（不含弹性）	23.79	
平安寿险每股价值 (含其他业务净资产)	37.37	
平安产险预期每股收益	0.13	
平安银行预期每股收益	0.10	
平安证券预期每股收益	0.06	
平安其他预期每股收益	0.11	
平安产险每股价值	1.31	

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

平安银行每股价值	1.02
平安证券每股价值	0.65
平安其他每股价值	1.13
平安集团每股价值	41.47

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

维持中国太保至“推荐”评级，09 年公司评估价值 19.10 元

在计算太保评估价值时我们将其公布的长期投资收益率假设每年下调 0.1%，即 2009 年为 4.55% 逐年递增至 2014 年的 5.1%，以后年份稳定在 5.1%，贴现率为 12%，得出在正常情况下公司评估价值 19.10 元（考虑我们所假设低于公司公布假设之弹性差异），隐含集团 P/EV 2.26 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV 2.12 倍，隐含新业务乘数 19.99 倍，考虑到公司目前解禁压力逐渐减小，且公司相对于人寿依然低估，我们依然维持公司“推荐”评级。

表 3: 中国太保估值

	2009	2010
标准化保费	13,949	18,464
标准化保费增长率	15.31%	32.37%
新业务边际贡献率	29.25%	27.60%
一年新业务价值（含假设差异弹性）	3,647	4,636
一年新业务价值（不含假设差异弹性）	4,080	5,096
经调整后的净资产价值	53,475	70,365
有效业务价值（含假设差异弹性）	11,663	6,768
有效业务价值（不含假设差异弹性）	12,874	6,768
内含价值	65,137	77,133
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）	72,928	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）	79,255	
评估价值 (AV)	138,065	
隐含新业务乘数 (Implied NBM, 含假设差异弹性)	19.99	
隐含新业务乘数 (Implied NBM, 不含假设差异弹性)	19.42	
每股评估价值/每股内含价值 (P/EVPS)	2.26	
每股 FNBV	0.47	
总股数	7700	
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	8.46	
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	8.62	
每股新业务价值 (含假设差异弹性)	9.47	
每股新业务价值 (不含假设差异弹性)	10.29	
太保寿险每股价值	17.93	
太保产险预期每股收益	0.06	
10 倍市盈率下的太保产险每股价值	0.59	
10 倍市盈率下其他业务每股价值	0.58	
太保集团每股价值	19.10	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

维持中国人寿“中性”评级，09 年公司评估价值 21.09 元

在计算人寿评估价值时我们采用其公布的长期投资收益率 5.5%，贴现率为 11.5%，和其公布假设 11.5% 一致，得出在此情况下 2009 年公司评估价值 21.09（隐含寿险公司 P/EV 2.35 倍，隐含新业务乘数 21.22 倍。由于公司目前股价相对于平安和太保仍高估，我们仍维持公司“中性”评级。

表 4: 中国人寿估值

	2008	2009
标准化保费	75,933	93,294
标准化保费增长率	16.77%	22.86%
新业务边际贡献率	21.23%	21.23%
一年新业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	16,119	19,804
一年新业务价值 (不含假设差异弹性, 单位: 百万)	16,119	19,804
经调整后的净资产价值, 单位: 百万	156,720	195,867
有效业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	97,395	94,473
有效业务价值 (不含假设差异弹性, 单位: 百万)	97,395	94,473
内含价值	254,115	290,340
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性) (单位: 百万)	342,103	
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性) (单位: 百万)	342,103	
评估价值 (AV) (单位: 百万)	596,218	
隐含新业务乘数 (Implied NBM)	21.22	
每股评估价值/每股内含价值 (AV/EV)	2.35	
每股 FNBV	0.57	
总股数 (单位: 百万)	28,265	
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	8.99	
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	8.99	
每股新业务价值 (含假设差异弹性)	12.10	
每股新业务价值 (不含假设差异弹性)	12.10	
中国人寿每股价值	21.09	

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。